

## MENNYIT FORDÍT A KOCKÁZATI TŐKE AZ INNOVÁCIÓ FINANSZÍROZÁSÁRA\* ?

A kockázati tőke Európában és az Egyesült Államokban egyaránt felkarolta azokat az iparágakat, amelyek a modern gazdaság növekedésének hajtóerői lettek. Az elmúlt tíz évben különösen a telekommunikáció, a média, az üzleti szolgáltatások, a biotechnológia és a gyógyászat fejlődött jelentős mértékben a kockázati tőke-befektetések eredményeként. A cikk számba veszi a világ kockázati tőke-ágazatát, az innováció szempontjából jellemző fő mutatószámokat, s kitér ezen statisztikai adatok értelmezési és kezelési problémáira. Nemzetközi kitekintésben mutatja be a magyarországi kockázati tőke-ágazat jelentőségét, a kockázati tőke-finanszírozás területén itthon érvényesülő fő tendenciákat.

Az 1990-es évek második felére a világ kockázati tőke-ipara soha nem látott mértékben fejlődött. A világon 1995 és 2001 között évente átlagosan egyharmaddal emelkedett a kockázati tőke-befektetések volumene. Jelentősen nőtt a befektetések száma, átlagos nagysága, s maguknak a befektetési alapoknak a mérete is. A gyorsuló fejlődésbe vetett befektetői bizalmat jól mutatta, hogy az összegyűjtött és befektetésre váró alapok még a befektetéseknél is gyorsabban, több mint évi 40%-kal bővültek. Különösen így volt ez a technológiai szektort finanszírozó alapoknál, ahol az átlagos éves növekedés ennek mintegy kétszerese volt.

A kockázati tőkének a K+F finanszírozásban játszott növekvő szerepe, különösen az életük korai stádiumában tartó cégek és a technológiai szektorok esetében az egész világon jól érzékelhető. A befektetések életciklus szerinti vizsgálata ugyanakkor azt mutatja, hogy a klasszikus kockázati tőke kisebb szerepű az innováció kezdeti – ötletekben, találmányokban testet öltő első szakaszában –, mivel minden országban inkább a *korai fázisú cégeket, mintsem a magvető idő-*

*szakot finanszírozza.* A kockázati tőke-alapok által kezelt tőkének csak igen kis százaléka jut az ún. magvető befektetésekre, amikor a finanszírozók segítségével értékelik és kidolgozzák a kezdeti üzleti elképzeléseket. A tőke zöme inkább a későbbi finanszírozási fordulóban kerül az érintett cégekhez. Még az USA-ban is, ahol az új cégek finanszírozása a leginkább elterjedt, a kockázati tőke főként az innovációs ciklus második szakaszába kapcsolódik be, vagyis akkor veszi át a főszerepet, amikor lényegében már *piacra kell vinni az innovációt.*

Miközben a kockázati tőkének az innováció finanszírozásában betöltött szerepe ma már evidencia, a kérdés tudományos *kutatottsága még elég hiányos.* Az üzleti sajtóban megjelent sok finanszírozási akció ellenére a kockázati tőke és az innováció kapcsolatát nehéz pontosan számszerűsíteni. Az egyetlen ismert kutatás, amely megkísérelte a kockázati tőke és az innováció kapcsolatát lemérni, Kortum és Lerner (2000) nevéhez fűződik. Számításai szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati K+F kiadások 3%-ának megfelelő összegű kockázati tőke az ipari innovációk jóval nagyobb, 8%-os arányát eredményezte. E kutatás kivételével inkább csak *közvetett felmérési eredmények* állnak rendelkezésre a kapcsolat erősségéről.

\* A cikk „A K+F versenyképesség nemzetközi összehasonlításban” című NKFP program és „A magántőke befektetések szerepe a gazdasági növekedés előmozdításában Magyarországon” című OTKA program támogatásával készült.



Ilyen eredményt hozott többek között az a felmérés, amelyet a Babson College és a London Business School 2001-ben 29 ország vállalkozásait felmérve végzett el. (GEM, 2001) E felmérésből kiderül, hogy azon országok rendelkeznek a legmagasabb GDP-hez viszonyított kockázati-tőke-befektetési szinttel, ahol a K+F transzfer szintje magasabb. A másik feltárt összefüggés szerint azon országokban, amelyek a magasabb kockázati-tőke-befektetési szinttel rendelkeznek, szintén nagyobb gyakorisággal fordulnak elő a gyorsan növekvő induló cégek.

Esetenként a kockázati-tőke-egyesületek megbízásából készült felmérések is szolgáltatnak adatokat a kockázati tőke és az innováció között fennálló pozitív kapcsolatra. Az Európai Kockázati Tőke Szövetség (EVCA) 1991 és 1995 közötti időszakra vonatkozó felmérése például azt mutatja, hogy a kockázati-tőke-finanszírozásban részesülő vállalkozásoknál a K+F kiadások átlagosan az árbevétel 8,6 százalékát érték el, az ötszáz legnagyobb cég 1,3 százalékos hasonló mutatójával szemben (EVCA, 1999). A felmérés szerint a kockázati befektetők aktív tulajdonosként viselkedtek a finanszírozott cégeknél, vagyis nem csupán tőkét biztosítottak a vállalkozások fejlődéséhez. A három legfontosabb terület, ahol segítették a cégek fejlődését a pénzügyi tanácsadás, a vállalati stratégia kidolgozása és az új ötletek felkarolása volt. A megkérdezett vállalatvezetők úgy vélték, hogy cégük a kockázati tőke nélkül nem is jött volna létre, vagy kevésbé gyorsan fejlődött volna.

Az Egyesült Államokban egy 1998-ban nyilvánosságra hozott, a kockázati tőkének az amerikai gazdaságra gyakorolt hatását elemző jelentés szerint, a kockázati tőke révén finanszírozott high-tech vállalatok kutatás-fejlesztési költségvetésüket évi harminc százalékkal növelték, ami nagyjából háromszor akkora volt, mint az amerikai gazdaság – elsősorban szolgáltatás-orientált – ötszáz legnagyobb vállalatánál tapasztalt arány. A tanulmányból kiderül, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek sokkal nagyobb mértékben teremtenek munkahelyeket, növelik bevételeiket és finanszíroznak kutatás-fejlesztést, mint akár az ötszáz legnagyobb vállalat, akár a nem kockázati tőkével finanszírozott más cégek. (Coopers & Lybrand, 1998)

A kockázati tőke kiemelt szerepe a technológiai fejlődés előmozdításában különösen markánsan jelent meg a 90-es évtizedben, amikor a kockázati-tőke-befektetések fellendülése, magának az ágazatnak a megerősödése és világméretű kiépülése a mindennapi életet és a gazdaságot megújító hatása jól érzékel-

hetővé vált. Elsősorban a nagy növekedési potenciállal rendelkező, főként az új gazdaságba sorolható cégek óriási ütemű fejlődését tette lehetővé az ágazatba bevont új tőke. A technológiai boom lecsengésekor lelassuló gazdasági fejlődés idején, amikor átmenetileg mostohább sors vár a megújulást hordozó új technológiai vívmányok megvalósítását ígérő cégkezdeményekre, a vállalati szféra reorganizációja kapcsán kerül fontos szerepbe a kockázati tőke. Ekkor a kockázati tőke már csak a tradicionális vállalatértékelési eljárások alapján is életképesnek tartott technológiai cégek kiinduló és újabb fordulóiban történő finanszírozására vállalkozik, ezt a funkciót azonban változatlanul betölti. (Kassai és Tóth, 2001)

### Az összegyűjtött és befektetett kockázati tőke értéke

A kockázati-tőke-ágazat működését többféle mutatóval szokták mérni. Az első ilyen mutatószám az adott évben kockázati-tőke-finanszírozási céllal begyűjtött tőke volumene, amely jelzi, hogy a finanszírozók körében a kockázati tőke mint vagyont kategória mennyire népszerű. Azaz a megtakarítók mennyire bíznak abban, hogy más megtakarítási módokhoz képest, tekintetbe véve az ezzel együtt járó nagyobb kockázatvállalást, számottevően nagyobb hozamokat tudnak majd elérni.

A Pricewaterhouse Coopers tanácsadó cég adatai szerint (Global Private Equity, 2001) mind 1999-ben, mind 2000-ben óriási ütemben nőtt a kockázati-tőke-finanszírozási céllal odaígért tőke. Az e célra elkülönített, azaz kockázati-tőke-alapoknak odaígért tőke volumene a világon 1999-ben közel 130 milliárd USD-t tett ki, 2000-ben pedig e finanszírozási keret nagysága már 225 milliárd USD-re emelkedett, ami az előző évhez képest 67%-os emelkedést jelentett. Az újonnan gyűjtött tőke közel 70%-át a megtakarítók észak-amerikai befektetésre szánták, közel 20%-át pedig Európában kívánták befektetni. Távol-keleti befektetésekre szolgált a 2000-ben újonnan gyűjtött tőke közel 8%-a, míg a Közel-Keleten, valamint Közép- és Dél-Amerikában a tőke 1,6–1,2%-át kívánták befektetni. Az újonnan gyűjtött tőke volumene egyaránt közel 60%-kal volt magasabb az előző évben – hasonló céllal – gyűjtött tőkénél Amerikában, Európában és a Közel-Keleten is. A Távol-Keleten a megtakarítók csak az előző évihez hasonló nagyságrendű tőkét különítették el kockázati-tőke-befektetési céllal, ugyanakkor a kö-



zép- és dél-amerikai tőkegyűjtés 125%-kal haladta meg az 1999-es szintet.

A kockázati befektetések céljára összegyűjtött tőke természetesen nem azonos az adott évi tényleges befektetéssel, hiszen a befektetések egy részét a korábbi években elkülönített tőkéből hajtják végre. A kockázati tőke-befektetések értéke 1998 és 2000 között több mint kétszeresére emelkedett. A 2000-ben kockázati tőkeként a világon befektetett 177 milliárd USD a világon megtermelt GDP 0,62%-ának megfelelő összeg volt.

A világ kockázati tőke-befektetése nagyon egyenletlenül oszlik meg az egyes kontinensek között. A kockázati tőke-finanszírozás őshazájának számító Észak-Amerika (ezen belül az USA) rendkívül erőteljes dominanciája érvényesül a vállalatfinanszírozás e viszonylag fiatal ágazatában. Észak-Amerikában került sor a kockázati tőke-befektetések több mint 70%-ára, s a második legjelentősebb régió, Európa, ennek csupán negyedét (18%) produkálta. A harmadik legjelentősebb befektetési volumennel rendelkező terület a Távol-Kelet volt 2000-ben, e terület részesedése ötszázalékot ért el. A kontinensek közül az előző évinek négyszeresét befektető Közép- és Dél-Amerika mutatta a legnagyobb dinamikát, a finanszírozás abszolút értékét tekintve azonban csupán a világ kockázati tőke-befektetései kétszázaléka jutott e kontinensre. Hasonló aránya volt a közel-keleti befektetéseknek is, amely szinte kizárólag az igen fejlett izraeli kockázati tőke-ágazat eredményeinek köszönhető. A közép- és kelet-európai országok részesedése 2000-ben a világ befektetéseihez mindössze 0,2%-a volt.

A kockázati tőke-befektetések jelentőségét az egyes kontinensek számára az abszolút értékeknel jobban jelzi az, hogy a befektetések nagyságrendje hogyan viszonyult az adott kontinensen megtermelt összes GDP értékéhez. A kockázati tőke-befektetések értékének GDP-ben kifejezett hányadát tekintve a Közel-Kelet vezet, ahol a kockázati finanszírozás értéke a GDP 1,6%-át érte el, a második helyezett Észak-Amerikában pedig a GDP 1,2%-ára rúgtak a befektetések. A fejlett európai országokban mindössze a GDP 0,4%-át tették ki a kockázati tőke-finanszírozásra fordított kiadások, míg a kelet-ázsiai országok esetében 0,1%-ot képviselt a befektetési ágazat.

Azon negyven ország között, amelyre rendelkezésre áll a 2000-ben végrehajtott kockázati tőke-befektetések értéke, elsőprő fölényrel vezet az Egyesült Államok százmilliárd USD-t is valamivel meghaladó

befektetési volumenével. (1. táblázat) A második helyezett Egyesült Királyság nagyságrenddel kisebb, 12 milliárd USD feletti befektetési összege mindössze 12%-át éri el az amerikai befektetések összegének. A harmadik helyezett Franciaország 2000-ben 4,9 milliárd USD értékű befektetésével az előző évi ötödik helyről tornázta fel magát a harmadik helyre, míg az 1999-ben még harmadik legtöbb befektető Izrael hárommilliárd USD feletti befektetése 2000-ben csak a hatodik helyhez volt elegendő. A negyedik legnagyobb összegű – 4,9 milliárd USD értékű – befektetéssel 2000-ben Németország rendelkezett, hajszállal megelőzve a 4,3 milliárd USD értékű befektetést produkáló Kanadát.

1. táblázat

A kockázati tőke-befektetések értékének rangsora a világ negyven országában 2000-ben (millió USD)

Rangsor	Ország	Befektetési érték	Rangsor	Ország	Befektetési érték
1.	USA	102.308	21.	Finnország	353
2.	UK	12.126	22.	Dél-Afrika	320
3.	Franciaország	4.880	23.	Norvégia	272
4.	Németország	4.386	24.	Dánia	252
5.	Kanada	4.300	25.	Írország	205
6.	Izrael	3.200	26.	Lengyelország	186
7.	Olaszország	2.731	27.	Görögország	179
8.	Hong-Kong	2.200	28.	Portugália	168
9.	Svédország	2.116	29.	Ausztria	150
10.	Hollandia	1.763	30.	Izland	127
11.	Korea	1.756	31.	Csehország	112
12.	Szingapur	1.200	32.	Románia	67
13.	Taiwan	1.200	33.	Bulgária	64
14.	Japán	1.048	34.	Lettország	64
15.	Spanyolország	1.037	35.	Malajzia	60
16.	Argentína	900	36.	<b>Magyarország</b>	<b>47</b>
17.	Ausztrália	831	37.	Thaiföld	36
18.	Svájc	576	38.	Új-Zéland	26
19.	Belgium	520	39.	Észtország	25
20.	India	500	40.	Indonézia	22

Megjegyzés: A kockázati tőke-befektetés a magvető, az induló, a korai fázis és az expanzív szakasz mellett a kivásárlásra és az áthidaló finanszírozásra fordított magántőke-befektetéseket is tartalmazza.

Forrás: EVCA, NVCA, Venture Economics, AVCAL, Guide to Venture Capital in Asia, PrivateEquityOnline.com, Global Private Equity 2001



A kétmilliárd USD-nél nagyobb kockázatitőke-befektetési volumennel rendelkező országok között – a listavezető Egyesült Államok és Hong-Kong kivételével – kizárólag fejlett európai országokat lehet találni. Ugyanakkor a *távol-keleti régió kockázatitőke-ágazatának jelentős megerősödését* jelzi, hogy a legtöbb befektető húsz ország között hat kelet-ázsiai található. Hong-Kong 2,2 milliárd USD-t fektetett be, Dél-Korea, Szingapúr, Taiwan és Japán kockázatitőke-befektetései 2000-ben pedig egyaránt egymilliárd USD feletti értéket értek el. 2000-ben új szereplőként jelentkezett a kockázatitőke-piacon Argentína, amely 0,9 milliárd értékű befektetésével egyből a 16. helyre került.

A volt szocialista országok kockázatitőke-befektetéseiről az első adatok 2000-ben kerültek a nemzetközi felmérésekbe. Közülük a legelőkelőbb, 26. helyezést Lengyelország produkálta, ahol a 2000. évi befektetések értéke az Európai Kockázati Tőke Egyesület (EVCA) adatai szerint 186 millió USD volt. A 31. helyre került a második legtöbbet befektető Csehország, ahová 112 millió USD értékű befektetés jutott. Magyarországon az EVCA adatai szerint 2000-ben 47 millió USD értékű kockázati tőkét fektettek be, ezzel a 36. helyre került. (A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) saját felmérése szerint 2000-ben 103 millió USD értékű befektetésre került sor Magyarországon, ezt figyelembe véve az ország a 32. helyen állna.) Az EVCA szerint a magyarnál több befektetést kaptak a román, a bolgár és a lett cégek, kevesebbet az észt, litván és szlovák vállalkozások.

A világ egyes országainak kockázatitőke-befektetési összegeit tekintve rendkívül nagy *koncentráció* figyelhető meg, ami ráadásul még erősödik is. A legnagyobb befektetéssel rendelkező Egyesült Államok 1999-ben egymaga az összes befektetés 59%-ból részesedett, s aránya 2000-ben tovább, 69%-ra nőtt. Az első öt legnagyobb kockázatitőke-befektetési összeggel rendelkező ország részesedése 1999-ben 82% volt, egy évre rá pedig már 84%. A világ kockázatitőke-iparának meghatározó szereplője tehát mindössze fél tucat ország.

A kockázatitőke-finanszírozásnak az egyes országok gazdaságára gyakorolt hatását az abszolút befektetési összegeknél jobban érzékelteti annak a GDP értékéhez viszonyított aránya. (2. táblázat) A kockázatitőke-befektetések a legnagyobb szerepet az izraeli gazdaságban játsszák, ahol az ilyen jellegű finanszírozás megközelíti a GDP 2,9%-át. Ugyancsak kiemelkedően magas az izlandi befektetések 1,5%-os aránya, itt azonban abszolút értékben igen alacsony, mind-

2. táblázat

A kockázatitőke-befektetések értékének a GDP százalékában kifejezett hányada, rangsor a világ negyven országában, 2000-ben (%)

Rangsor	Ország	Százalék	Rangsor	Ország	Százalék
1.	Izrael	2,865	21.	Németország	0,234
2.	Izland	1,497	22.	Belgium	0,231
3.	Hong-Kong	1,308	23.	Csehország	0,222
4.	Szingapúr	1,144	24.	Írország	0,221
5.	USA	0,971	25.	Ausztrália	0,187
6.	Svédország	0,924	26.	Spanyolország	0,186
7.	UK	0,859	27.	Norvégia	0,181
8.	Lettország	0,831	28.	Románia	0,168
9.	Kanada	0,565	29.	Dánia	0,165
10.	Bulgária	0,492	30.	Portugália	0,163
11.	Hollandia	0,480	31.	Görögország	0,162
12.	Észtország	0,455	32.	Lengyelország	0,118
13.	Franciaország	0,379	33.	<b>Magyarország</b>	<b>0,103</b>
14.	Korea	0,341	34.	India	0,101
15.	Taiwan	0,330	35.	Ausztria	0,079
16.	Argentína	0,300	36.	Litvánia	0,074
17.	Finnország	0,291	37.	Malajzia	0,062
18.	Olaszország	0,255	38.	Új-Zéland	0,046
19.	Svájc	0,240	39.	Thaiföld	0,027
20.	Dél-Afrika	0,235	40.	Japán	0,022

Megjegyzés: A kockázatitőke-befektetés a magvető, az induló, a korai fázis és az expanzív szakasz mellett a kivásárlásra és az áthidaló finanszírozásra fordított magántőke-befektetéseket is tartalmazza.

Forrás: EVCA, NVCA, Venture Economics, AVCA, SLAVCA és PricewaterhouseCoopers adatai alapján saját számítás.

össze 127 millió USD értékű befektetésre került sor, igaz ugyan, hogy ez az előző évi összeg ötszörösét jelentette. A kockázatitőke-befektetések GDP-hez mért nagyságrendjét tekintve a 3–4. helyen két távol-keleti ország, Hong-Kong és Szingapúr található, s a befektetések abszolút összegét messze vezető Egyesült Államok csak az ötödik helyet szerezte meg 2000-ben a GDP közel 1%-át elérő befektetéssel. Hasonló jelentőséget ért el 2000-ben a svéd és az angol gazdaságban a kockázati tőke, ahol egyaránt a GDP 0,9%-ának feleltek meg a kockázatitőke-befektetések.

Az EVCA által 2000-ben először, kísérleti jelleggel felmért lett, bolgár és észt kockázatitőke-befektetések rendkívül jelentősnek bizonyultak. Lettországon a befektetett kockázati tőke volumene a GDP több mint 8%-át tette ki, ezzel Lettország a 8. helyre került az



országok sorrendjében. Némileg kisebb, de még így is jelentős a kockázati tőke aránya Bulgáriában és Észtországban (0,5–0,5%). Feltűnő, hogy a fejlett európai országok közül az első tíz helyezett közé mindössze Izland, Svédország és Anglia került be.

*Magyarország a kockázati tőke GDP-hez mért arányát tekintve az EVCA felmérés adatai alapján a 33. helyen áll, megelőzve az európai fejlett országok közül Ausztriát, a fejlett ázsiai országok közül Japánt, a fejlődő ázsiai országok közül pedig Malajziát, Thaiföldet, Indonéziát és a Fülöp-szigeteket. (A kockázati tőke hazai felmérési eredménye Magyarország számára a 25. helyet biztosítaná.) A volt szocialista országok közül Csehország a 23., Románia a 28., Lengyelország a 32. helyen áll, ugyanakkor a magyarnál kisebb a kockázati tőke GDP-hez viszonyított aránya Litvániában és Szlovákiában.*

### A vállalkozások életének korai szakaszát finanszírozó kockázati tőke

A kockázati tőkének az innováció finanszírozásában betöltött szerepe tanulmányozásához a kockázati-tőke-befektetésekre vonatkozó adatok további finomítására van szükség. Az innováció megszületését és piacra kerülését ugyanis a klasszikus kockázati-tőke-ügyletek közül is elsősorban a cégek megszületésekor, indulásakor, illetve életének nagyon korai szakaszában biztosított kockázati tőke segíti elő. Ezt az időszakot összefoglaló ún. korai szakasz befektetéseit elemezve, amelybe a magvető, az induló és a korai stádium tartozik, kiderül, hogy a teljes kockázati-tőke-ágazat befektetéseinek csupán töredéke sorolható ide.

Ugyanakkor örömdetes, hogy a világ kockázati-tőke-finanszírozásából e korai szakasz részesedése 1998 és 2000 között dinamikusan nőtt. Míg a cégek fejlődésének korai szakaszát 1998-ban az összes kockázati tőkének mindössze 11%-a – kilencmilliárd USD – finanszírozta, egy évvel később már 15%-ot – 15 milliárd USD-t – kapott e szegmens. A legnagyobb érték azonban 2000-ben került a fiatal cégekhez, amikor az adott évi befektetések értékének ötödét – 35 milliárd USD-t – tették ki az ilyen jellegű ügyletek.

A teljes kockázati-tőke-ágazatra vonatkozó nyugat-európai statisztikákból jól nyomon követhető a korai szakasz finanszírozásának fokozatos térnyerése. (3. táblázat) Az 1996-ban még csak a befektetések értékének 6,5%-át kitevő korai fázist finanszírozó akciók részaránya Európában 1999-re már közel duplájára,

2000-re pedig háromszorosára emelkedett. 2000-ben, amikor a korai fázist finanszírozó kockázati-tőke-befektetések értéke már közel hétmilliárd USD értéket tett ki – ami az adott évi összes befektetés mintegy 19%-a volt –, ezek az ügyletek adták az összes befektetési projekt közel felét.

3. táblázat

A klasszikus kockázati-tőke-finanszírozás értékének aránya az összes európai kockázati-tőke-befektetésből, 1996–2000 (%)

A finanszírozott cég életciklusa	1996	1997	1998	1999	2000
Magvető tőke	1,0	0,9	1,2	1,9	2,3
Induló tőke	5,5	6,5	10,2	11,0	16,7
Expanzív tőke	40,0	35,0	30,0	29,6	37,1
Kivásárló tőke	46,4	50,1	51,2	52,8	41,2
Helyettesítő tőke	7,1	7,6	7,5	4,7	2,7
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Klasszikus kockázati tőke (magvető, induló, expanzív) összesen:	46,5	42,4	41,4	42,5	56,1

Forrás: EVCA Yearbook 2001 alapján saját számítás.

Az USA-ban, ahol a korai szakasz finanszírozása mindig is sokkal nagyobb jelentőségű volt, a korai fázisú befektetések részaránya az összes befektetésből 2000-ben 23%-ot tett ki. Az Európán és Amerikán kívüli országok közül a korai szakasz finanszírozása különösen nagy szerephez jutott Indiában és Izraelben, ahol e szegmens 1999. évi részesedése egyaránt ötven-százalék feletti volt. (4. táblázat)

Magyarországon szintén dinamikusan nőtt a kockázati-tőke-befektetésekből a korai fázis finanszírozása. A befektetések darabszámát tekintve e szakasz részaránya 1998-ban még csak 10%-os volt, 1999-ben már 33%, 2000-ben pedig 64%, azaz majdnem az összes befektetési ügylet kétharmada kezdeti stádiumban tartó cégeket érintett. (5. táblázat) 2001-ben a projektek számának 71 százaléka, a befektetett tőke értékének pedig 34%-a került életük korai szakaszában tartó magyar vállalkozásokhoz.

### A high-tech cégeket finanszírozó kockázati tőke

Az innováció kockázati tőkével történő finanszírozásához további fontos támpontot nyújt annak ismerete, hogy a kockázati-tőke-befektetések mennyire finanszírozták a legfejlettebb technikát megvalósító cégeket, amelyek nagy valószínűséggel az innovációt hordozzák. A kérdés az, hogy milyen volumenben,



4. táblázat

A kockázati tőke-befektetések értékének életciklus szerinti megoszlása néhány távol-keleti országban, Izraelben és Ausztráliában, 1999 (%)

Ország	Magvető szakasz	Induló szakasz	Expanzív szakasz	Összesen
Ausztrália	6	11	83	100
Dél-Korea	6	23	71	100
Fülöp-szigetek	2	12	86	100
Hong-Kong	3	25	72	100
India	7	47	46	100
Indonézia	1	4	95	100
Izrael	10	42	48	100
Japán	3	15	82	100
Kína	10	34	56	100
Malajzia	2	17	81	100
Szingapur	6	22	72	100
Taiwan	6	23	71	100
Thaiföld	3	19	78	100
Vietnám	0	28	72	100

Megjegyzés: Az AVCJ statisztikája szerint az expanzív szakasz egyaránt magában foglalja az expanzív, az áthidaló, a kivásárlási valamint a turnaround ügyleteket.

Forrás: AVCJ, 2000; National Science Board, 2001 (In: Mani és Bartzokas, 2002, 35. old.)

illetve arányban irányultak a kockázati befektetések a high-tech területén működő vállalkozások finanszírozására. Természetesen a legpontosabb választ az innováció finanszírozását illetően az adná, ha meg lehetne mondani, hogy a korai fázisú ügyleteken belül mekkora részarányt képviseltek a high-tech cégek, illetve fordítva, a high-tech területén megjelenő vállalkozások közül mekkora volt a korai fázisban kockázati tőkével finanszírozottak aránya. Sajnos a statisztika ezen kereszt-táblák kialakítását egyelőre nem teszi lehetővé.

A magyarországi kockázati tőke-befektetések számának és értékének megoszlása a finanszírozott cégek életciklusa szerint, 1998 – 2001 (%)

Életciklus	A befektetések száma				A befektetések értéke
	1998	1999	2000	2001	2001
Magvető és induló szakasz	10	33	64	71	34
Expanzív szakasz	90	67	36	11	13
Kivásárlási szakasz	0	0	0	18	53
Összesen	100	100	100	100	100

Forrás: HVCA adatai alapján saját számítás.

5. táblázat

A világon befektetett kockázati tőke közel kétharmada, mintegy 113 milliárd USD értékű befektetés került 2000-ben a high-tech területén működő cégekhez, azaz azokhoz, amelyek a kommunikáció, információ technológia (IT), a számítógéppel kapcsolatos ágazatok, az elektronika, a biotechnológia, valamint a gyógyászat/egészségügy területéhez tartoztak. A high-tech erőteljes térnyerését a kockázati tőke-finanszírozásban jól érzékelteti, hogy az ide irányuló befektetések értéke az 1999. évi volumenhez képest egy év alatt 150%-kal nőtt, részaránya az összes kockázati befektetésből az 1999. évi 33%-kal szemben 2000-ben már 64%-ot ért el.

A kontinensek közül a Közel-Keleten, valamint Közép- és Dél-Amerikában a legmagasabb az ilyen jellegű ügyletek részesedése az összes kockázati tőkéből, mindkét régióban a finanszírozás több mint háromnegyedét a high-tech cégek kapták. Szintén magas – 70% feletti – e cégek aránya Amerikában. Ezzel szemben a távol-keleti régió országaiban csak az ügyletek értékének felét kapják high-tech vállalatok, Nyugat-Európában pedig még ennél is alacsonyabb, közel 30%-os e szektor részesedése.

Nyugat-Európában a high-tech cégek 31%-os részesedése a megelőző két évhez képest jelentős fejlődést mutat az 1998-as 28, illetve az 1999-es 26%-os adattal szemben. 2000-ben már minden második kockázati tőke-finanszírozási ügylet során high-tech cégek kaptak tőkét, ez ebben az évben több mint ötezer céget jelentett. (6. táblázat) A technológiai cégek befektetésekből való részesedése Amerikában az európainál jóval nagyobb, 1998-ban 76, 1999-ben pedig már 91%-os volt. Figyelembe véve, hogy az amerikai vállalkozások egy-egy kockázati tőke-finanszírozási akció során átlagosan hatszor több tőkét kapnak mint európai társaik, megállapítható, hogy a high-tech szektor egyik igen jelentős finanszírozási csatornáját képezi az USA-ban a kockázati tőke.

A high-tech cégek finanszírozásának az összes kockázati tőke-befektetésben elfoglalt arányát tekintve 1999-es adatok alapján messze az USA vezet a maga 88,5%-ával. A második helyen álló Norvégiában a befektetések értékének közel 80%-át kapják a high-tech cégek, a harmadik Kanada, ahol a befektetések háromnegyede kerül ilyen vállalkozásokhoz. A nyugat-európai országok közül kiemelkedik még Írország, ahol a high-tech finanszírozás részaránya 71%, valamint Belgium, ahol 61% volt 1999-ben. A sereghajtók e téren a 21%-os Ausztria mellett a dél-



## A technológiai cégek finanszírozásának aránya az európai kockázati tőke-befektetésekből, 2000-ben (%)

A finanszírozott cég jellege	A befektetett kockázati tőke volumene (milliárd USD)	A kockázati tőke-befektetések érték szerinti megoszlása (%)	A kockázati tőkével finanszírozott cégek száma (darab)	A kockázati tőke-befektetések számának megoszlása (%)
High-tech	10,976	31,4	5.238	50,2
Hagyományos	24,010	68,6	5.202	49,8
Összes	34,986	100,0	10.440	100,0

Forrás: EVCA Yearbook 2001 alapján saját számítás.

7. táblázat

## Az európai országok rangsora a high-tech cégekbe 2000-ben befektetett kockázati tőke értéke alapján (millió euró)

Sorszám	Ország	High-tech cégekbe befektetett kockázati tőke értéke (millió euró)
1.	Egyesült Királyság	2.586,6
2.	Franciaország	2.408,1
3.	Németország	2.362,2
4.	Olaszország	672,4
5.	Hollandia	511,2
6.	Svédország	492,4
7.	Belgium	399,7
8.	Spanyolország	332,4
9.	Finnország	208,2
10.	Írország	188,3
11.	Dánia	167,8
12.	Norvégia	148,5
13.	Görögország	115,9
14.	Svájc	111,5
15.	Ausztria	82,7
16.	Izland	64,9
17.	Lengyelország	47,3
18.	Portugália	38,2
19.	Csehország	35,7
20.	Magyarország	2,6
21.	Szlovákia	0,0
	Összesen	10.976,0

Forrás: EVCA Yearbook 2001 alapján saját számítás.

európai országok, Olaszország 18 és Görögország 17%-os aránnyal. A távol-keleti országok közül meszse a legnagyobb arányban (76%) a taiwani high-tech cégek részesednek a klasszikus kockázati tőke-befektetésekből, amelyek azonban a kivásárlások adatait – Nyugat-Európával ellentétben – nem tartalmazzák. Sok

távol-keleti országban ötvenszázalék körüli a high-tech szektor részaránya, kivéve Hong-Kongot (44%), Sri Lankát (41%), Thaiföldet (33%) és Kínát, ahol csupán 31%.

A high-tech szektorba befektetett kockázati tőke abszolút értékét tekintve Európában 2000-ben az Egyesült Királyság vezetett, második Franciaország, harmadik pedig Németország volt. E három ország képviselte az összes befektetés 67%-át. Ugyanis e három ország mindegyikében közel négyszer annyi befektetésre került sor, mint a negyedik helyezett Olaszországban. A sereghajtók Portugália kivételével a volt szocialista országok, Magyarország csupán Szlovákiát előzi meg a sorban. (7. táblázat)

Magyarországon a high-tech szektorba történt befektetések a HVCA adatai szerint 2000-ben az összes kockázati tőke 71%-át tették ki, ami a befektetési ügyletek számát tekintve elsöprő, 86%-os részesedésnek felel meg. (8. táblázat) 2001-ben a technológiai cégek-től való elfordulás Magyarországon is érzékelhető volt, ebben az évben az ilyen jellegű cégek finanszírozása már csak 37%-át képviselte az összes tőkének, miközben az ügyletek 61%-át adták a high-tech szakágazatokba sorolt vállalkozásoknak adott befektetések.

## A kockázati tőkére vonatkozó statisztikai adatok felhasználásának problémái

A kockázati tőke-finanszírozásról tudósító statisztikai adatok felhasználását nehezíti, hogy egy viszonylag fiatal finanszírozási ágazatról van szó, azaz a számbavétel hiányosságai és eltérő metodikája sok országban erőteljesen hátráltatja a nemzetközi összehasonlítást. A kockázati tőke-finanszírozás „bizalmas” természetéből adódik, hogy közvetlenül nem mérhető, így az adatok megbízhatósága erőteljesen függ az adat-szolgáltatók elérhetőségétől, közlési készségétől,



8. táblázat

A high-tech szektorokba fektetett kockázati tőke aránya az összes kockázati tőke értékéből és számából Magyarországon, 2000-2001 (%)

Szektorok	2000		2001	
	Érték	Darab	Érték	Darab
Hig-tech	71	86	37	61
Nem high-tech	29	14	63	39
Összesen	100	100	100	100

Forrás: HVCA adatai alapján saját számítás.

korrekt tájékoztatásától. Ráadásul a statisztikai felmérések során használt *fogalmakat* a felmérések készítői nem egységesen kezelik, s így a látszólag összehasonlítható adatok sok esetben eltérő tartalmú sokaságról informálnak. Nehezen kezelhető problémát vet fel, hogy az ágazatban a hivatásos befektető intézmények mellett igen jelentős szerepet töltenek be az informális – magánszemélyként – befektetők, akiknek számbavétele a szokásosnál is nehezebben oldható meg.

A kockázati tőke-ágazat tevékenységéről az egyes országokra vonatkozó adatokat rendszerint – az egyes kontinensek befektetőit tömörítő kockázati tőke-egyesületek megbízásából – nemzetközi tanácsadó cégek gyűjtik be. E cégek minden érintett országban kérdőívekkel közvetlenül keresik meg a professzionális befektetőket, így az adatok megbízhatósága attól függ, hogy a befektetők mekkora hányada és milyen precizitással tölti ki a kérdőíveket. Mivel a kockázati tőke-finanszírozás felmérésére esetenként más szervezetek megbízásából is sor kerül, ugyanarra a szegmensre többféle adat is forgalomban van, s ezek tartalma sokszor nagyon különböző. Különösen azon országok esetében nagyok az eltérések, amelyekben a kockázati tőke-ágazat később indult fejlődésnek, s ahol a nemzeti kockázati tőke-szövetségek megbízásából külön is készülnek felmérések, így például a Távol-Keleten és Kelet-Közép Európában, ahol nagyságrendi különbségek fedezhetők fel a különböző forrásokból származó adatok között. Ráadásul az egyes évek között is nagyon nagy eltérések tapasztalhatók a kérdőíves felmérés begyakorlottságának hiánya miatt, s így annak eredménye erősen függ a válaszadók aktuális számától, adatközlési hajlandóságától.

A kockázati tőke-ágazat tevékenységére vonatkozó adatok befektetőktől történő begyűjtése egy szemléleti problémát is felvet (Baygan és Freudenberg, 2000). A befektetők földrajzi elhelyezkedése nem feltétlenül esik egybe sem az általuk kezelt források származási

országával, sem pedig befektetéseik célországával, így a kockázati finanszírozást szolgáló *tőke nemzetközi áramlásának adatai* elsikkadnak a számbavétel során. (Az egyes országokban mért befektetési adatok nyilván nem feltétlenül egyeznek meg az adott országban működő finanszírozók által történt befektetések tőkeadataival.) Nem különül világosan el, hogy az adott ország befektetőinek tőkéje mekkora arányban származik hazai forrásokból, milyen arányban irányul hazai és külföldi cégekhez, illetve az adott országbeli kockázati tőkéhez jutó cégek milyen arányban kapták a finanszírozást külföldi, illetve hazai befektetőktől. A számbavétel fenti megoldása a *tőkeimportőr országok esetében* – mint amilyenek például a közép- és kelet-európai országok – jelentősen alábecsüli a kockázati finanszírozás jelentőségét, míg a kockázati tőkét exportáló országok – így például az USA, az Egyesült Királyság vagy Svájc – esetében növeli azt. A kétféle adat számbavételére Európában 1999-ben történt az első kísérlet, a megoldás azonban még felemás, mert a statisztika egyelőre nem tartalmazza az Európán kívülről érkező befektetéseket, csak a más európai országokból érkezőket. Az ázsiai felmérések ugyanezen problémát tükrözik, míg az amerikai statisztika csak a tagállamokban befektetett tőkét veszi számba.

A kockázati tőke-befektetésekre vonatkozó adatok összehasonlításánál sok gondot okoz, hogy a finanszírozásba *beleértendő ügyletek körét* a különböző kontinenseken nem egyformán határozzák meg. Jelentős eltérést okoz például, hogy nem egységesen kezelik a kockázati tőke-befektetések tartalmát. Európában, ahol e fogalmat a magántőke-finanszírozás szinonimájaként használják, ezen ügyletek közé besorolják a kivásárlási tranzakciókat is, ugyanakkor az Egyesült Államokban a kivásárlásokat már nem tekintik a kockázati tőke-ágazat részének. Így szükségképpen eleve torz lesz minden olyan összehasonlítás, amely az európai és az amerikai adatok mechanikus egybevetésén alapul. A torzítás erőssége nyilván attól függ, hogy a kivásárlások mekkora szerepet játszanak az egyes kontinensek/országok kockázati tőke-befektetéseiben. További definíciós problémát jelent az ún. *expanzív szakaszba fektetett tőke értelmezése*. A távol-keleti statisztikák például e fázisba tartozóként tartanak nyilván minden ügyletet, ami nem a kezdő, induló, illetve korai fázisban tartó vállalkozások finanszírozását szolgálja, így többek között idesorolják az expanziót szolgáló ügyletek mellett a tőzsdére jutáshoz nyújtott áthidaló finanszírozást és a kivásárlási ügyleteket. Európában viszont az expanzív szakaszt finanszírozó üg-



letek a magvető, az induló és a korai fázist finanszírozó tranzakciókkal együtt – ám a későbbi szakaszba sorolt áthidaló finanszírozás és kivásárlások nélkül – az ún. klasszikus kockázatitőke-befektetések közé sorolódnak, ami Amerikában lényegében a kockázati tőkeként számbavett adatok tartalmát fedi le. Ugyancsak nem egységes a kockázati tőke által finanszírozott vállalkozások *szakágazati besorolása*, s a high-tech iparágak közé sorolt ágazatok is csak nagyjából takarják ugyanazokat a területeket.

További nehézséget jelent, hogy a befektetési adatok felbontásánál *nem állnak rendelkezésre keresztmetszeti adatok*. A jelenlegi adatgyűjtési rendszer nem teszi lehetővé a vállalkozások életciklusa és szakágazata szerinti egyidejű bontást. Így csak gyanítható, hogy a vállalkozások korai fázisába és a fejlett technológiába történő kockázatitőke-befektetés között *erős korreláció* áll fenn, amit az észak-amerikai adatok pozitív módon, a dél-európai adatok pedig negatív oldalról támasztanak alá.

#### A magyar kockázatitőke-ágazat az innováció szemszögéből

A nemzetközi statisztikákból *nem derül ki, hogy a 90-es évek végére Magyarországon regionális összehasonlításban fejlett kockázatitőke-ágazat jött létre*. Az adatok ugyanis nem tudósítanak sem az évtized során befektetett tőke összegéről, sem a finanszírozott vállalkozások számáról, sem a piacon jelen lévő finanszírozók kezelésében álló tőke nagyságrendjéről, sem pedig a kockázatitőke-befektetéseknek az egyes gazdaságok fejlődésére gyakorolt hatásáról. A jelenleg rendelkezésre álló *nemzetközileg összehasonlítható adatok csupán az éves befektetési volumenek régióbeli összevetését teszik lehetővé*.

A viszonylag fiatal magyarországi kockázatitőke-ágazat méretét érintő nyilatkozatokban és publikációkban gyakran összemosisodik az egyes években történt befektetés, a korábbi befektetések nyomán kialakult kockázatitőke-állomány, illetve az országban, továbbá a régió egészében befektetésre rendelkezésre álló tőke-állomány adata.

1995-ben a fejlődő országok kockázatitőke-befektetéseiről az IFC megbízásából készített tanulmány (Aylward, 1996) *a teljes kelet-közép-európai kockázatitőke-állományt hárommilliárd USD értékűre becsülte*. Ezen belül 1,2 milliárd USD értékkel a lengyelországi befektetések képviselték a legnagyobb arányt,

a magyar piac 400, a cseh 380 millió USD értékű, míg a román és az ukrán piac – a tanulmány szerint – 300–300 millió dolláros volt. A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) becslése szerint 1995-ben a magyar kockázatitőke-ágazat 400 millió USD nagyságrendjéből a már befektetett tőke 250 millió USD, a befektetésre váró tőke 150 millió USD értékű volt. 1998-ra a kockázatitőke-ágazat mérete – ugyancsak az Egyesület becslése szerint – 1,2 milliárd USD-t ért el. Ezen belül a befektetések értéke közel 780 millió USD, a befektetésre váró tőke pedig mintegy 440 millió USD értékű volt 1998 végén.

Az ugyanerre az időszakra készített másik becslés, amelyet a magyar piacon is érdekelt egyik legjelentősebb nemzetközi kockázatitőke-befektetési alap, az Advent International munkatársai készítettek, a fenti kockázatitőke-ágazati méretnek mindössze a felét valószínűsíti. Eszerint 1998-ban a csak Magyarországra szakosodott alapok tőkéje háromszázmillió USD volt, míg a regionális alapok 2,4 milliárd USD értékű tőkét kezeltek. 2001-re a kizárólag Magyarországon befektetni kívánt összeg – az Advent becslése szerint – négyszázmillió USD-re nőtt úgy, hogy addigra hozzávetőleg hatszázmillió USD értékű befektetésre került sor. (9. táblázat) A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület adatai alapján a Magyarországon 2001 végéig befektetett kockázati tőke értéke összesen közel egymilliárd USD értékűre becsülhető.

Az Advent adatai szerint a regionálisan rendelkezésre álló összeg 2001 végére már 3,8 milliárd USD-re nőtt. (Az Economist 2002. május 25-i száma ezt a tőkevolument hasonlóképpen 3,5 milliárd USD értékűre becsülte.) Így a kelet-közép-európai befektetésekre rendelkezésre álló kockázatitőke-mennyiség 2002 első negyedévében a 20–35 milliárd USD értékűre taksált teljes európai kockázati-tőke mintegy tizedét tette ki.

A magyarországi kockázatitőke-befektetésekről 1998 óta a Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület (HVCA) megbízásából évente készül felmérés, az Európai Kockázati Tőke Szövetség (EVCA) pedig 1999 óta méri a magyar adatokat. Bár mindkét felmérés a befektetők válaszait dolgozza fel, a *kétféle felmérés* a módszer különbözősége és részben ezzel összefüggésben a befektetők eltérő válaszadási hajlandósága miatt mindeddig *nagyon eltérő eredményeket mutatott*. A nemzetközi statisztikákba természetesen az európai adatgyűjtés adatai kerültek bele, amelyek a 2001-es év kivételével az itthon mértnél mindig alacsonyabb összeget tartalmaztak.



9. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-ágazat nagyságának alakulására vonatkozó becslések, 1995, 1998 és 2001 évekre (millió USD)

Év	1995	1998	2001
Adatforrás	HVCA*	HVCA*	Advent**
Magyarországi befektetési céllal összegyűjtött tőke értéke	150	440	300
Regionális befektetési céllal összegyűjtött tőke értéke	na	na	2.400
Magyarországon adott év végéig összesen befektetett kockázati tőke értéke	250	760	na
Magyarországon rendelkezésre álló és befektetett kockázati tőke értéke	400	1.200	na

\* HVCA: Hungarian Venture Capital Association becslése.

\*\* Advent: Advent International magyarországi irodájának munkatársainak becslése.

A 2000-es év minden tekintetben rekordot jelentett mind a tranzakciók számát, mind a befektetett tőke összegét, mind pedig a piacon aktív alapok számát tekintve. Ugyanakkor a kockázati tőke-befektetések világméretű visszaesése 2001-ben Magyarországon is éreztette hatását. Az 1999-ben 41 millió dolláros befektetési érték 2000-re 103 millió dollárra nőtt, 2001-ben viszont a Magyar Kockázati- és Magyántőke Egyesület statisztikája csupán 64 millió dolláros ügyletkötést regisztrált. A befektetési ügyletek száma is hasonló tendenciát tükrözött. Az 1999. évi 12, majd a 2000. évi 47 ügylettel szemben 2001-ben csupán 28 befektetési akcióra került sor.

A világgazdasági trendnek megfelelően 2000-ben a magyar kockázati tőke-ágazat is az új gazdaság felé fordult. Ekkor az előző évi befektetést 150%-kal meghaladó százmillió USD értékű összes kockázati tőke-befektetésből a tranzakciók 70%-a a telekommunikáció, a média, a szórakoztatás, az IT és az orvosi technológiák területén valósult meg. (HVCA, 2001) Az év igazi eseménye a korai szakaszban lévő cégek finanszírozásának megjelenése volt a magyar piacon. Az 1998. évi 10%-kal szemben 2000-ben 64%, 2001-ben pedig az adott évi befektetések száma alapján 71% volt a korai szakaszban lévő cégek finanszírozásának aránya. A kisebb tranzakciók térnyerését jelzi az is, hogy az egymillió USD értéket nem meghaladó tranz-

akciók részaránya a befektetések értékéből erőteljesen emelkedett, az 1998. évi 0%-ról 2000-re 55%-os, 2001-re pedig 61%-os részesedést produkálva. 2001-re már a 2,5 millió USD érték alatti befektetések tették ki az összes finanszírozás közel 80%-át Magyarországon. (8. és a 10. táblázat)

10. táblázat

A magyarországi kockázati tőke-befektetések számának megoszlása a finanszírozási ügyletek értéke szerint, 1998–2001 (százalék)

Befektetési érték (millió USD)	1998	1999	2000	2001
0,0 – 1,0	0	33	55	61
1,1 – 2,5	50	25	15	18
2,6 – 5,0	0	25	15	11
5,1 – 10,0	30	9	15	4
10,1 felett	20	8	0	7
Összesen	100	100	100	100

Forrás: HVCA évkönyvek, 1999–2001

A korai szakasz, illetve a kisebb méretű befektetések mellett jól érzékelhető volt 2000-re a magyarországi befektetések *high-tech ágazatok* felé fordulása is. Ezen ügyletek képviselték a finanszírozás értékének több mint hetven, az ügyletek számának 86%-át. Felbukkantak a régiót és a világgazdaságot célzó befektetések is, főleg olyan kezdő vállalkozások finanszírozásának formájában, amelyek az IT, az internet, a gyógyászat és biológia területén működnek (HVCA, 2001).

2000-ben Magyarországon is megjelentek a speciálisan a korai cégek finanszírozására szakosodott kockázati tőke-alapok, ebben az évben számuk a korábbi 2–3-ról kilencre emelkedett. Mivel ezen alapok rendszerint kisebb, egymillió USD alatti befektetéseket hajtanak végre életük korai fázisában tartó vállalkozásokba, ez is az új gazdaság iparágai felé fordulást jelzi. A 2001-es évben is a high-tech ügyletek domináltak a végrehajtott tranzakciók számát tekintve, az „új gazdaság” világméretű megtorpanásával, illetve válságával összefüggésben a befektetők óvatossá válását azonban ekkor már jelezte, hogy a hagyományos ágazatokba fektetett tőke aránya az előző évhez képest egy-két nagy értékű kivásárlási ügylet folytán jelentősen megemelkedett.

Az expanzív szakaszban tartó cégeket fejlesztő tőke ugyancsak erőteljesen növekedett 2000-ben. Az akciók száma ugyan nem volt magas, de a befektetési



érték annál inkább. Ez a néhány jelentős – általában ötmillió USD feletti – befektetés tette ki az ágazat finanszírozásainak felét. Ugyanez a tendencia folytatódott 2001-ben is, amikor még kevesebb, ám annál nagyobb egyedi értékű ügylet adta a hazai kockázatitőkefinanszírozás több mint ötven százalékát. (5. táblázat)

Várható, hogy idén Magyarországon is – a nemzetközi trendeknek megfelelően – meg fog nyílni az út a kivásárlási ügyletek előtt, mivel mind a multinacionális vállalatok, mind a regionális befolyásra törő magyarországi nyilvános cégek profiltisztításba, tevékenység alapú reorganizációba kezdtek. További fontos szempont a Budapesti Értéktőzsde folyamatos alulértékeltisége, ami a nyilvános cégek tőzsdei kivonása révén szerephez juttathatja a kockázati tőke befektetőit.

Az eddigi magyar gyakorlat azt jelzi, hogy a kis- és középvállalati szektor kockázati tőkéhez jutásának esélyeit javító kormányzati intézkedések a kínálati oldal viszonylag egyszerű, gyors, kevés költségvetési forrással és jól reklámozható módon történő javítására helyezték a hangsúlyt. Ez kevés tényleges változást eredményezett, miközben a keresleti oldal problémáinak feltárására és kezelésére még kísérletek is alig történtek.

A kockázatitőke-ágazatot érintő közvetlen állami szerepvállalást mindeddig a piacot helyettesíteni és nem kiegészíteni akaró magatartás jellemezte. A rendkívül alacsony tőkeerő – amely részben a magántőke társfinanszírozóként történő megnyerésének sikertelenségéből fakadt –, a nem világos és egymásnak ellentmondó alapítói célok, a kezelők érdekeltségének szabályozatlansága, továbbá a befektetők alapítók általi ellenőrzésének és értékelésének hiánya lényegében kizárta az állami befektetők hatékony működését, s az állami szerepvállalás jóformán teljes kudarcát okozta. Meglehetősen sikertelen volt a magyarországi gyakorlat a kockázatitőke-kínálat növelésének közvetett megoldásait tekintve is, amelyet az 1998-as kockázatitőke-törvény teljes hatástalansága is mutat. Közvetve ugyancsak negatív hatást gyakorolt a kockázatitőke-ágazat magyarországi fejlődésére az árfolyamnyereség 2001-ben bevezetett 20%-os megadóztatása, amely a finanszírozók kiszállásának kondícióit rontva maga is hozzájárult az egyébként is leszálló ágba került tőzsde pangásához.

A kis- és középvállalati szektor tőkeellátásának javítását – szakítva az eddigi gyakorlattal – elsősorban az állami és a magánbefektetők társulásával történő

kockázatitőke-finanszírozással kellene elősegíteni. Megfelelő érdekeltségű professzionális kezelőkre bízva a források befektetését, nagy nyilvánosságot biztosítva a kedvezmények igénybevételi lehetőségeinek, kevés lehetőséget hagyva a politikai hatások és adminisztratív beavatkozások számára. Az induló vállalkozások és az innovációs projektek kezdeti szakaszának finanszírozását közvetett módon elsősorban az üzleti és innovációs központok jelenleginél sokkal erőteljesebb támogatása segíthetné elő, amelyek a vállalkozók felkészítése és a projektek előszűrése mellett a befektetők és a javaslatok egymásra találását könnyítenék meg.

#### Felhasznált irodalom

- Aylward, Anthony (1996): Trends in Capital Finance in Developing Countries. IFC Discussion Paper No. 36, The World Bank, Washington, 31 p.
- Baygan, Günseli – Freudenberg, Michael (2000): The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy. OECD, DSTI/DOC(2000)7, STI Working Papers 2000/7, 2000. dec. 19, 54 p.
- Coopers & Lybrand (1998): Eight Annual Economic Impact of Venture Capital Study, Fall 1998.
- Deloitte & Touche (1998): Survey of the Private Equity Market in Hungary. With The Hungarian Venture Capital Association, 1998 nov. 24.
- Economist (2002): Who's fairest? Financing Eastern Europe. Economist, 25 May 2002, pp. 77-78.
- EVCA (1999–2001): Yearbook. European Venture Capital Association, Zaventem
- EVCA-Phare (1996): Country Policy Paper. EVCA, HVCA, Zaventem, Budapest, 1995-1996, 63 p.
- GEM (2001): 2001 Summary Report, Global Entrepreneurship Monitor, London Business School and Babson College, London, 66 p.
- HVCA (1996–2001): Évkönyv, Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, Budapest
- HVCA (2001): Private Equity Market in Hungary 2001 and 2002 Forecast. Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület, 2001. nov. 29. 16 p.
- Karsai Judit (1998): A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak. Módszertani füzetek III, Magyar Befektetési és Vagyonkezelő Rt., Budapest, 97 old.
- Karsai Judit (1999): A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázatitőke-befektetések Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 1999. szept. 789-812. old.
- Karsai Judit (2000): A kockázati tőke szerepe a technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásában. Előadás a Felzárkózás és EU-csatlakozás című VII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencián, Budapest, 2000. okt. 30-31, MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottsága, Budapest, 2000. 324- 330. old.



- Kassai Ákos – Tóth Zoltán* (2001): A kockázati tőke lehetőségei a jelenlegi gazdasági környezetben. Kézirat, 2001. nov. 21, 23 old.
- Kopits, Steven. R. – Szekeres László* (2000): Survey of the Hungarian Private Equity Market. The Year 1999 in Review and Forecast for the Year 2000. Mimeo, 2000. márc. 13 p.
- Kortum, Samuel – Lerner, Josh* (2000): Assessing the contribution of venture capital to innovation. RAND Journal of Economics, Vol. 31, No. 4, pp. 674-692.
- KPMG (2000): 1999 Private Equity Survey. KPMG and the South African Venture Capital and Private Equity Association, 16 p.
- Mani, Sunil – Bartzokas, Anthony* (2002): Institutional Support for Investment in New Technologies: the Role of Venture Capital Institutions in Developing Countries. The United Nations University, Institute for New Technologies, No. 2002-4, Maastricht, 60 p.
- NVCA (2001): Venture Capital Investment Achieve Record Levels in 2000, Torrid Pace Relaxed in Forth Quarter. [http://www.nvca.org/VEpress01\\_29\\_01.htm](http://www.nvca.org/VEpress01_29_01.htm)
- NVCA (2002): Latest Industry Statistics. <http://www.nvca.org/ffax.html>
- OECD (2001): Science, Technology and Industry Outlook: Drivers of Growth: Information Technology, Innovation and Entrepreneurship. OECD Code 922001131P1, 2001, 107 p.
- PWC (2000): Global Private Equity 2000, 3i Group plc, PricewaterhouseCoopers, 2000 oct, 16 p.
- PWC (2001): Global Private Equity 2001, 3i Group plc, PricewaterhouseCoopers, 2000 oct, 17 p.
- VCP (2001): Private Equity Market in Hungary 2000-2001 Forecast. Venture Capital Partners, 2001. jún. 12. 27 p.
- Venture Economics (2002): Asia Pacific Venture Investing Drops 61 % in 2001, Mirroring Global Trend. 2002. febr. 13. <http://www.ventureeconomics.com>.

#### E számunk szerzői:

**Dr. BERÁCS József** tanszékvezető egyetemi docens, BKÁE; **KESZEY Tamara** egyetemi tanársegéd, BKÁE; **SAJTOS László** egyetemi tanársegéd, BKÁE; **Dr. FARKAS Ferenc** egyetemi tanár, PTE; **Dr. KURUCZ Zsuzsanna** egyetemi docens, PTE; **Dr. RAPPAL Gábor** egyetemi docens, PTE; **Dr. TAKÁCS Sándor** egyetemi adjunktus, BKÁE; **Dr. KARSAI Judit** tudományos főmunkatárs, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont; **Dr. BENEDEK Tamás** tudományos tanácsadó, Piactudományok Alapítvány; **RUBÓCZKY István** nyugdíjas osztályvezető; **Dr. OSMAN Péter** kandidátus.